



PENGUJIAN *PECKING ORDER THEORY* DI INDONESIA

Devita Febriana ✉, Arief Yulianto

Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Semarang, Indonesia

Info Artikel

Sejarah Artikel:
Diterima Januari 2017
Disetujui Maret 2017
Dipublikasikan Juni 2017

Keywords:
Pecking Order Theory;
Capital Structure

Abstrak

Pecking Order Theory berdasarkan asumsi asimetris informasi, perusahaan akan menggunakan pendanaan eksternal berupa utang yang memiliki risiko rendah dibandingkan dengan penerbitan sekuritas saham. Beberapa penelitian sebelumnya tentang pengujian *pecking order theory* telah banyak dilakukan, namun hasil penelitian tersebut menunjukkan hasil yang tidak konsisten antara satu penelitian dengan penelitian yang lain. Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji penerapan *pecking order* pada perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2015. Penelitian ini menggunakan data panel. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015. Sampel digunakan sebanyak 35 perusahaan. Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah pemilihan estimasi model data panel, analisis regresi dengan pendekatan *Fixed Effect Model* dan pengujian hipotesis. Hasil regresi menunjukkan defisit pendanaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap penerbitan utang. Namun, Perusahaan hanya mengambil keputusan pendanaan melalui utang sebesar 45.5%. Simpulan dari penelitian ini adalah perusahaan Manufaktur menerapkan *pecking order theory* dalam kebijakan struktur modal mereka. Saran yang berkaitan dengan hasil penelitian ini adalah: Bagi Investor penelitian ini bermanfaat sebagai bahan pertimbangan dalam menentukan pengambilan keputusan investasi yang tepat. Bagi kreditor dapat menganalisis kemampuan membayar perusahaan atas utang yang diajukan kepada kreditor.

Abstract

The Pecking order theory with asymmetric of information, the company will be issue debt than stock despite of debt has lower risk. Previous studies on testing pecking order theory have been done, but the result of the study showed inconsistent results between one study and another. This study aims to examine the application of pecking order theory on the Manufacturing companies period 2011-2015. The population are the Manufacturing companies that listed in Indonesia Stock Exchange period 2011-2015. Sample is used as many as 35 companies. The methods of this study are election of data panel models, the regression by fixed effect model, and testing hypothesis. The regression results show that the limited fund has significant positive effect on new debt issue. But the manufacturing companies tend to debt more in limited fund only makes 45.5% of funding decisions by debt. The node of this study shows that the manufacturing company is applied pecking order theory in their capital structure policy. The suggestion to the results of this study are: for the potential investors, this study have a benefits to aspects of decision on a consideration in making right investment. For the creditors, this study to analyze how the ability of the company in debt payment is submitted.

PENDAHULUAN

Pada prinsipnya setiap perusahaan membutuhkan dana untuk pengembangan bisnisnya. Dana diperoleh dari pemilik perusahaan maupun dari utang. Dana yang diperoleh perusahaan dikumpulkan sebagai aliran dana yang sifatnya berubah-ubah. Manajer keuangan dalam bertugas mengelola aliran dana perlu mempertimbangkan pada keputusan penggunaan dana dan keputusan pemenuhan dana untuk mencapai tujuan perusahaan yang telah ditetapkan (Riyanto, 1995). Pemenuhan dana tersebut berasal dari sumber internal maupun sumber eksternal (Ridhloah, 2010).

Keputusan penting yang dihadapi oleh manajer keuangan dalam kaitannya dengan keputusan pemenuhan dana adalah keputusan pendanaan atau keputusan struktur modal, yaitu suatu keputusan keuangan yang berkaitan dengan komposisi utang, saham preferen, dan saham biasa yang harus digunakan oleh perusahaan (Indriani & Widyarti, 2013). Keputusan-keputusan yang dibuat oleh para manajer perusahaan diharapkan sesuai dengan tujuan utama perusahaan adalah untuk meningkatkan kesejahteraan pemilik, dengan mengoptimalkan nilai perusahaan. (Haryanto, 2014). Namun, keputusan yang diambil oleh manajer cenderung untuk melindungi dan memenuhi kepentingan mereka terlebih dahulu daripada memenuhi kepentingan pemilik (Brigham & Daves, 2002).

Struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan antar modal eksternal dan modal sendiri. Modal eksternal diartikan dalam hal ini adalah utang, baik utang jangka pendek maupun jangka panjang. Sedangkan modal sendiri bisa terbaik atas laba ditahan dan bisa juga dengan penyertaan kepemilikan perusahaan. Struktur modal mencapai nilai optimal apabila komposisi utang dan modal mampu meningkatkan nilai perusahaan (Nugroho, 2014).

Struktur modal merupakan hal yang penting bagi setiap perusahaan, karena baik buruknya struktur modal akan mempunyai efek langsung terhadap posisi finansial perusahaan. Hal ini menyebabkan setiap perusahaan berupaya untuk mempertahankan kelangsungan hidupnya dengan menggunakan sumber daya yang dimiliki perusahaan dalam menghadapi lingkungan bisnis yang kompetitif. Struktur modal merupakan perimbangan antara penggunaan utang baik jangka panjang maupun jangka pendek terhadap modal sendiri (Wahyuni, 2012).

Pecking Order Theory mampu menjelaskan preferensi perusahaan dalam menentukan struktur

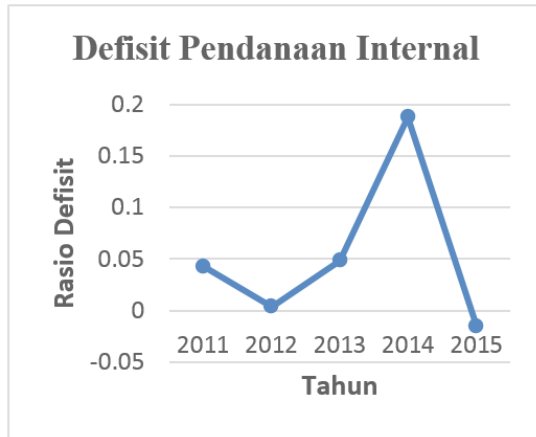
modal optimal. Teori ini menyatakan bahwa terdapat tata urutan keputusan pendanaan perusahaan dalam menentukan struktur modal optimal, yaitu memilih sumber internal kemudian sumber dana eksternal, dengan urutan utang terlebih dahulu dan sekuritas ekuitas sebagai alternatif terakhir. Sumber dana internal yang dimaksud adalah laba ditahan dan cadangan depresiasi aktiva tetap. Perusahaan lebih menyukai dana internal karena tidak perlu mengungkapkan sejumlah informasi kepada pihak eksternal berupa prospektus perusahaan (Noor, 2015).

Data Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2015, BEI saat ini memiliki 11 jenis indeks, salah satu diantaranya adalah indeks sektoral, dalam indeks sektoral semua perusahaan tercatat dalam beberapa sektor. Indeks sektoral BEI adalah sub indeks dari Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) ke dalam Sembilan sektor menurut klasifikasi industri yang telah ditetapkan BEI, yang diberi Nama JASICA (*Jakarta Industrial Classification*). Kesembilan sektor tersebut adalah sebagai berikut:

Tabel. Indeks Sektoral di BEI

No. (1)	Jenis Sektor (2)	Emiten (3)
1	Primer (ekstraktif)	Pertanian dan Pertambangan
2	Sekunder (Industri Pengolahan/Manufaktur)	Industri Dasar dan Kimia, Aneka Industri, dan Industri Barang Konsumsi
3	Tersier (Industri Jasa/Non-Manufaktur)	Properti dan <i>Real Estate</i> , Transportasi dan infrastruktur, Keuangan, Perdagangan, Jasa dan Investasi

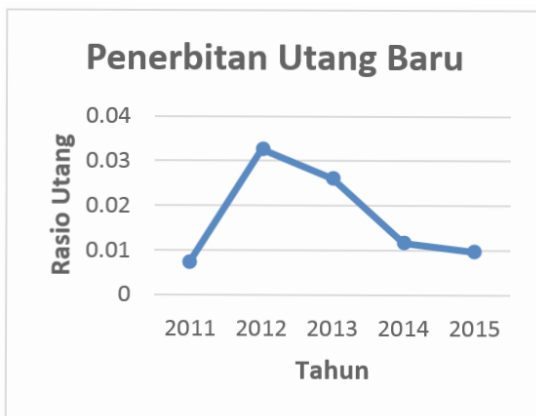
Preferensi pendanaan eksternal *Pecking Order Theory* berdasarkan asumsi asimetri informasi, bahwa manajer tahu lebih banyak daripada investor luar tentang profitabilitas dan prospek perusahaan. Maka investor mungkin tidak dapat menilai nilai sebenarnya dari penerbitan sekuritas baru oleh perusahaan. Investor terutama enggan membeli saham biasa yang baru diterbitkan, karena mereka khawatir bahwa saham baru itu ternyata dihargai terlalu tinggi serta manajemen memandang penerbitan saham biasa sebagai sumber pendanaan yang relatif mahal (Brealey dkk., 2012).



Gambar 1. Rata-Rata Defisit Pendanaan Perusahaan Manufaktur

Pada Gambar 1 menunjukkan rata-rata rasio defisit pendanaan perusahaan pada tahun 2011 pendanaan internal perusahaan 4.2%, tahun 2012 0.3%, tahun 2013 4.8%, tahun 2014 18.7% dan 2015 -1.5%. Rata-rata rasio defisit pendanaan menunjukkan rata-rata pendanaan internal perusahaan Manufaktur yang relatif sedikit. Nilai defisit yang menunjukkan positif mengindikasikan perusahaan memerlukan pendanaan eksternal karena pendanaan internal tidak menyukupi kegiatan operasional perusahaan

Gambar 2. Rata-Rata Rasio Penerbitan Utang Perusahaan Manufaktur



Gambar 2 menunjukkan rata-rata perusahaan Manufaktur menerbitkan utang baru. Terlihat rata-rata perusahaan mengeluarkan utang setiap tahunnya berfluktuatif. Pada tahun 2011 perusahaan cenderung mengeluarkan utang sebesar 0.7 %, tahun 2012 3.3%, tahun 2013 2.7%, 2014 1.2%, tahun 2015 0.95%. Hal ini mengindikasikan preferensi pendanaan perusahaan pada pendanaan eksternal melalui utang. Hirarki ke-

putusan pendanaan *Pecking Order Theory* yang dikemukakan Myers dan Majluf (1984) adalah perusahaan menggunakan pendanaan internal pertama kali karena dianggap pendanaan internal mempunyai biaya yang murah. Pendanaan kedua adalah pendanaan eksternal yaitu menerbitkan utang dan pilihan terakhir dengan penerbitan saham. Karena saham dianggap sebagai biaya yang paling mahal dan paling berisiko. Dari kedua Gambar 1 dan 2 kecenderungan perusahaan mengeluarkan utang lebih banyak dibandingkan dengan pendanaan internal, sehingga tidak sesuai dengan pendanaan berdasarkan *pecking order theory*. Hal ini mengindikasikan apakah perusahaan tidak menerapkan keputusan pendanaan berdasarkan *pecking order*.

Penelitian yang dilakukan Shyam-Sunder dan Myers (1999) mencoba membuktikan keberadaan *pecking order theory* di perusahaan Amerika yang menyatakan bahwa *pecking order theory* menyarankan harus dilakukan penyesuaian terhadap utang untuk mengakomodasikan kebutuhan keuangan perusahaan. Model *Pecking Order* dalam menentukan pendanaan perusahaan menjelaskan bahwa ketika arus kas internal perusahaan tidak cukup untuk mendanai investasi real dan dividen, perusahaan akan menerbitkan utang. Sekuritas tidak akan diterbitkan kecuali biaya *financial distress* perusahaan tinggi dan perusahaan hanya dapat menerbitkan *junk debt*.

Beberapa penelitian terdahulu menemukan hasil yang berbeda, selain penelitian yang dilakukan oleh Shyam-Sunder dan Myers (1999), penelitian lain yang menguji keberadaan *pecking order* adalah Chrinko dan Singha (2000) yang didapat hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *pecking order* adalah teori yang tepat untuk menjelaskan keputusan pendanaan dalam struktur modal perusahaan. Penelitian yang membuktikan keberadaan *pecking order theory* adalah Frank dan Goyal (2003) yang mana menyimpulkan bahwa *pecking order* lebih baik dalam menjelaskan *financing behavior* perusahaan besar, dari pada perusahaan kecil.

Pembuktian keberadaan *pecking order theory* tidak hanya dilakukan di luar negeri tetapi juga di Indonesia telah dilakukan beberapa peneliti. Penelitian yang dilakukan oleh Darminto dan Manurung (2008) yang menyatakan kekuatan *pecking order* lemah dalam menjelaskan pendanaan perusahaan di Indonesia setelah krisis tahun 1997 defisit pendanaan berpengaruh positif tapi tidak signifikan. Peneliti selanjutnya dilakukan Herman dan Ruslim (2009) tidak menemukan adanya penerapan *pecking order* pada saham LQ-45 disebabkan hasil pengujian defisit pendanaan

internal tingkat signifikansi hanya 5%. Penelitian lain dilakukan oleh Mahardika (2013) yang menguji penerapan POT pada perusahaan Manufaktur di sektor *consumer goods* pada tahun 2008-2012, hasil penelitian menunjukkan adanya penerapan *pecking order* dikarenakan pengaruh defisit pendanaan internal terhadap penerbitan utang adalah positif dan signifikan.

Adanya kesenjangan dari teori dan inkonsistensi hasil penelitian terdahulu dalam pengujian penerapan *pecking order theory* dalam menjelaskan menjadi motivasi penulis untuk melakukan penelitian ini. Selain itu, objek penelitian ini menggunakan perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015. Penelitian ini menggunakan software E-views 8 dengan prosedur data panel.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji penerapan *pecking order theory* pada perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015.

Pecking Order Theory

Teori ini pertama kali diperkenalkan oleh Donaldson pada tahun 1961 dalam surveinya pada perusahaan di Amerika Serikat, sedangkan penamaan *pecking order theory* dilakukan oleh Myers dan Majluf (1984). Pada tahun 1984, Myers mengembangkan suatu teori alternatif yang dikenal sebagai *pecking order theory* dalam keputusan pendanaan melalui tulisannya yang berjudul "*The Capital Structure Puzzle*", yang menyatakan bahwa ada semacam tata urutan (*pecking order*) bagi perusahaan dalam keputusan pendanaan. Tata urutan pendanaan muncul jika biaya dari penerbitan sekurita baru meliputi biaya dan manfaat dari pembayaran dividen dan penerbitan utang.

Myers (1984) di dalam *pecking order theory* menyatakan bahwa permasalahan utama keputusan struktur modal perusahaan adalah informasi yang tidak simetris (*asymmetric information*) di antara manajer dan investor mengenai kondisi internal perusahaan, serta argumentasi bahwa manajer berpihak kepada para pemegang saham lama. Kedua permasalahan tersebut menyebabkan perusahaan memiliki hierarki pendanaan yang dimulai dari arus kas internal, utang, kemudian penerbitan saham.

Pecking order theory menyatakan bahwa saham tidak akan pernah diterbitkan karena memiliki permasalahan asimetri informasi yang paling tinggi. Shyam-Sunder dan Myers (1999) menguji teori ini dengan menganalisis hubungan antara defisit pendanaan internal dengan perubahan tingkat utang perusahaan dan menemukan bahwa

kedua variabel tersebut memiliki hubungan satu-satu, yang menunjukkan bahwa defisit pendanaan internal akan selalu dibiayai oleh utang, dan saham bukan merupakan alternatif pendanaan eksternal yang akan dipilih perusahaan.

Menurut Brealey dkk. (2008) *pecking order theory* merupakan teori yang dapat menjelaskan mengapa perusahaan meminjam jumlah uang yang lebih sedikit. *Pecking order theory* berdasarkan asumsi asimetris, manajer tahu lebih banyak daripada investor tentang profitabilitas dan prospek perusahaan. Maka investor mungkin tidak dapat menilai sebenarnya dari penerbitan sekuritas baru oleh perusahaan. Mereka terutama enggan membeli saham biasa yang baru diterbitkan, karena para manajer khawatir bahwa saham baru itu ternyata dihargai terlalu tinggi.

Kekhawatiran semacam itu dapat menjelaskan mengapa pengumuman penerbitan saham dapat menurunkan harga saham. Jika manajer tahu lebih banyak daripada investor luar, para manajer akan tergoda mengatur waktu penerbitan saham ketika saham perusahaan mereka dihargai terlalu tinggi (*overvalued*) dengan kata lain, ketika manajer relatif pesimistis. Di pihak lain, manajer yang optimis akan melihat harga saham perusahaan mereka dihargai terlalu rendah (*undervalued*) dan memutuskan untuk tidak menerbitkan. Masalah yang timbul dari penerbitan saham dapat dihindari jika perusahaan dapat mendanai dengan dana internal, yaitu dengan laba yang ditahan diinvestasikan kembali. Tetapi jika diperlukan pendanaan eksternal, jalur terendah adalah utang, bukan ekuitas. Penerbitan utang tampaknya memiliki dampak kecil pada harga saham. Ruang lingkup kesalahan penilaian utang lebih kecil dan karena itu, penerbitan utang merupakan tanda yang tidak terlalu mengkhawatirkan investor (Brealey dkk., 2008).

Teori *pecking order* lebih superior dibandingkan dengan model *trade-off* (Liez, 2001). Hal tersebut dikarenakan model *trade-off* lebih melakukan pendekatan secara statis atas keputusan pendanaan, yaitu berdasarkan target dari struktur modal. Sedangkan, teori *pecking order* lebih menjelaskan secara dinamis tentang struktur pendanaan perusahaan pada kondisi apapun. Struktur modal perusahaan merupakan fungsi dari arus kas internal dengan *net present value* positif dari peluang investasi yang tersedia (Copeland & Weston, 1988).

Utang Jangka Panjang

Utang Jangka Panjang dapat diklasifikasikan menjadi empat instrumen Emery (1997) dalam Hutagol (2002) yaitu:

Secured Debt: utang jangka panjang yang diterbitkan dengan jaminan aset perusahaan. *Secured Debt* dapat dikelompokkan menjadi 3 bagian, yaitu:

Morigage Bonds yaitu: merupakan bentuk utang jangka panjang dengan agunan aktiva tidak bergerak (tanah, bangunan, dll). Aset sebagai jaminan disebutkan secara detail dalam perjanjian utang. Apabila perusahaan yang menerbitkan utang tidak mampu membayar *principal* dan bunga, kreditor berhak atas aset yang dijaminkan. *Collateral trust bonds*: sama seperti *Morigage Bonds*, hanya jaminan berupa surat berharga. *Equipment Trust Certificates and Conditional Sales Contract*: Surat utang ini diterbitkan untuk membiayai pembelian peralatan tertentu.

Unsecured Debt: terdiri dari *notes* dan *debentures*. Penerbitan utang jangka panjang ini tidak dijamin oleh aset perusahaan. Jika perusahaan penerbit utang bangkrut, maka pemilik *notes* dan *debentures* akan diperlakukan seperti kreditor umum, sama seperti pemilik obligasi. *Debentures* mengenal tingkat senioritas, pembayaran tuntutan aset pada saat perusahaan mengalami kebangkrutan akan didahulukan kepada *senior debentures* daripada *subordinated debentures* demikian juga pada pembayaran pokok bunganya.

Tax-exempt Corporate Debt: Surat utang yang diterbitkan perusahaan tanpa dikenai pajak, kreditor tidak harus membayar pajak pendapatan atas pembayaran bunga yang mereka terima. *Convertible bonds*: merupakan obligasi yang dapat dikonverskan menjadi saham biasa.

Berdasarkan penjelasan tersebut diatas dan laporan keuangan emiten di Indonesia maka pemilihan karakteristik variabel penerbitan utang baru jangka panjang sebagai *dependent variable* adalah sebagai berikut: Kredit investasi, Hipotik (*mortgage*), obligasi, Sewa guna; apabila dipergunakan sebagai *financial leasing* yaitu perusahaan menyatakan akan menyewa mesin atau peralatan lainnya untuk jangka waktu tertentu tanpa bisa membatalkan penyewanya (Husnan, 1998), *Term loans* yang bersifat utang jangka panjang menengah, seperti: *equipment financing*, Obligasi konversi.

Defisit Pendanaan

Model *Pecking Order Theory* menjelaskan hanya satu faktor yang mempengaruhi penerbitan utang jangka panjang yaitu *internal funds flow deficit*/ defisit pendanaan internal. Defisit pendanaan internal mengukur perbedaan antara kas yang dihasilkan oleh perusahaan dengan total pengeluaran atas aktiva berwujud, dividen, investasi baru dan penambahan modal kerja dalam se-

tahun. Nilai defisit yang positif menggambarkan kekurangan kas sehingga dibutuhkan sumber pendanaan eksternal, sedangkan jika defisit bernilai negatif, kelebihan dana akan dipergunakan untuk membayar utang atau membeli kembali ekuitas perusahaan (Shyam-Sunder & Myers, 1999). Penentuan struktur modal berdasarkan *pecking order theory* dimulai ketika arus kas internal perusahaan tidak cukup (defisit) untuk mendanai investasi riil dan dividen, maka perusahaan akan menerbitkan utang (Christianti, 2008).

Banyak penulis yang sudah meneliti tentang keberadaan *pecking order theory* salah satunya adalah Frank dan Goyal (2003), mereka menguji tentang *pecking order theory* pada perusahaan publik di Amerika periode 1971-1988. Hasil penelitian menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan menghadapi ketidakcukupan pendanaan internal untuk mendanai investasi mereka. Sehingga, sejumlah pendanaan eksternal dibutuhkan oleh mereka, namun dari pilihan pendanaan eksternal yang ada jumlah utang tidak mendominasi jumlah ekuitas. Oleh karena itu, pada penelitiannya Frank dan Goyal (2003) menemukan bahwa jumlah penerbitan ekuitas sejalan dengan kenaikan penerbitan ekuitas, namun penerbitan utang nilainya tidak signifikan terhadap defisit pendanaan.

Berbeda dengan Frank dan Goyal (2003), penelitian yang dilakukan oleh Yulianto dkk. (2015) meneliti kekuatan *model* struktur modal dengan membandingkan *pecking order theory* dan *trade off theory*, dimana hasilnya menunjukkan koefisien *pecking order theory* 0.671 mendekati satu. Nilai defisit pendanaan berpengaruh signifikan terhadap penerbitan utang, sehingga perusahaan manufaktur tahun 2009 menerapkan konsep *pecking order theory* dalam pendanaannya. Faktor-faktor yang mempengaruhi defisit pendanaan adalah *Cash Flow* (Aliran kas), Investasi bery, Penambahan Modal kerja, dan Pembayaran dividen secara tunai

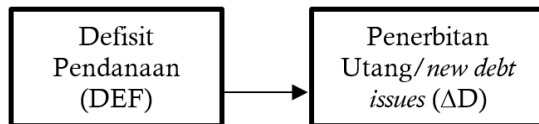
Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan *pecking order theory* perilaku pembiayaan didorong oleh informasi asimetri. Teori ini harusnya berlaku pada perusahaan yang menghadapi masalah informasi asimetri (Artanti, 2014). Shyam-Sunder dan Myers (1999) menyusun Hipotesis terhadap penelitiannya, bahwa setelah perusahaan *go public*, ekuitas diterbitkan hanya pada saat perusahaan mengalami defisit keuangan (DEF).

Penelitian Artanti (2014) menunjukkan bahwa defisit pendanaan berpengaruh positif terhadap perubahan total utang yang diterbitkan. Penelitian tersebut didukung oleh penelitian

dari Yulianto dkk. (2015) yang menguji model struktur modal antara *pecking order theory* dan *trade off theory*. Dimana dalam penelitiannya perusahaan manufaktur di Indonesia pada tahun 2009 menerapkan *pecking order theory* karena koefisien dari *pecking order theory* mendekati 1 yaitu sebesar 0.671, indikasi dari nilai koefisien POT yang mendekati 1 dan intersep mendekati nol maka dapat disimpulkan dalam mendanai defisit perusahaan mengikuti pola *pecking order theory* dimana perusahaan cenderung menggunakan utang jangka panjang dalam mendanai defisit pendanaan yang terjadi di perusahaan.

Menurut Syham-Sunder dan Myers (1999) untuk menguji penerapan *pecking order theory* hanya satu faktor yang mempengaruhi penerbitan utang baru yaitu defisit pendanaan internal. Adapun kerangka berpikir dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:



Gambar 1. Kerangka Berpikir

Pada bagian sebelumnya telah dipaparkan hubungan antar variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Berdasarkan kerangka berpikir diatas maka untuk melihat pengaruh dari DEF terhadap penerbitan utang baru jangka panjang mengikuti konsep penelitian Shyam-Sunder dan Myers (1999), Hipotesis dalam penelitian ini sebagai berikut:

H_a : penerbitan utang baru jangka panjang dipengaruhi oleh arus kas defisit dengan hubungan positif

METODE

Penelitian ini menggunakan metode kuantitatif karena diawali dengan perumusan masalah, penyusunan model, perolehan data, pengujian Hipotesis dan menganalisis hasil untuk menyimpulkan populasi (Kuncoro, 2007). Desain penelitian ini termasuk dalam desain penelitian kausalitas karena penelitian ini disusun untuk meneliti kemungkinan adanya hubungan sebab akibat antar variabel, penelitian ini menggunakan metode statistik induktif/inferensial karena merupakan uji Hipotesis untuk menarik suatu kesimpulan dan untuk melakukan generalisasi terhadap populasi (Sanusi, 2014).

Penelitian ini bertujuan untuk menguji penerapan *pecking order theory* dengan model Shyam-Sunder dan Myers (1999), ketika perusahaan mengalami defisit pendanaan akan mencari sumber pendanaan eksternal yaitu melalui penerbitan utang berupa utang jangka panjang. Variabel defisit sebagai variabel independen dan penerbitan utang sebagai variabel dependen dengan metode *Pooled Least Square (PLS)*.

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2015 yang menerbitkan laporan keuangan dengan lengkap. Perusahaan Manufaktur di Indonesia 156 diperoleh sampel sebanyak 35 perusahaan yang memenuhi teknik *purposive sampling*. Kriteria yang digunakan: (a) laporan keuangan perusahaan Manufaktur yang membagikan dividen tunai secara terus-menerus tahun 2011-2015 (b) Laporan keuangan perusahaan Manufaktur yang disajikan dalam mata uang Rupiah (Rp) (c) perusahaan yang tidak *delisting* dan *re-listing* di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015.

Variabel Penelitian

Ferdinand (2014) menyatakan bahwa variabel penelitian adalah sesuatu atribut atau sifat atau nilai dari orang, obyek atau kegiatan yang mempunyai variasi tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya.

Variabel Dependen

$$\Delta D = \frac{(D_{it} - D_{it-1})}{\text{Total Aset}}$$

Variabel Independen

$$DEF_{it} = \frac{(DIV_{it} + INV_{it} + \Delta W - C_{it})}{\text{Total Aset}}$$

Definisi Variabel Penelitian

Variabel Dependen

ΔD = Penerbitan Utang
(Frank & Goyal, 2003)

D_{it} = Utang Jangka Panjang_{it}

D_{it-1} = Utang Jangka Panjang_{it-1}

Variabel Independen

DEF_{it} = Defisit pendanaan internal
(Frank & Goyal, 2003)

- DIV = Pembayaran Dividen tahun t (2003)
 I = Investasi (aset tetap+depresiasi+amortisasi+daftara efek dibagi dengan total aset) (Atiyet, 2012)
 ΔWC = penambahan modal kerja (aset lancar_{it} - utang lancar_{it} - aset lancar_{it-1} - utang lancar_{it-1}) ditambah dengan perubahan kas dan setara kas dan perubahan utang lancar) (Yulianto dkk., 2015)
 C = Arus Kas Operasi Bersih (Yulianto, 2003)

Metode Pengumpulan Data

Data yang digunakan adalah data sekunder karena data yang diperoleh telah disediakan oleh pihak lain (Sanusi, 2014). Data yang digunakan berupa data laporan keuangan perusahaan yang telah di audit pada tahun 2010-2015. Adapun Laporan keuangan tersebut memuat neraca, laporan laba rugi, laporan perubahan ekuitas, laporan arus kas, dan catatan atas laporan keuangan. Laporan keuangan diambil dari Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2015.

Metode Analisis Data

Dalam menganalisis data, penelitian ini menggunakan *software* Eviews-8, Teknik analisis data adalah mendeskripsikan teknik analisis apa yang akan digunakan oleh peneliti untuk menganalisis data yang telah terkumpul termasuk pengujiannya. Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah teknik statistik deskriptif dan inferensial (Sanusi, 2014). Statistik deskriptif adalah statistik yang digunakan untuk memberikan gambaran atau deskripsi atas data yang dikumpulkan dalam penelitian. Dalam hal ini dikemukakan cara penyajian data dengan Tabel biasa melalui penjelasan kelompok seperti *mean*, *modus*, dan standar deviasi (Ferdinand, 2014).

Pemilihan Model Estimasi Data Panel

Penelitian ini menggunakan analisis data panel, yaitu gabungan dari data runtut waktu (*time-series*) selama tahun 2011-2015 dan data deret lintang (*Cross-section*) yang meliputi 35 perusahaan. Data-data yang telah dikumpulkan tersebut diolah dengan menggunakan *software* pengolahan data e-views 9. Data panel yang digunakan tersebut tergolong dalam panel seimbang (*balance panel*), karena masing-masing subjek (perusahaan) mempunyai jumlah observasi yang sama (Gujarati dan Porter, 2013). *Common Effect*, *Fixed Effect Model LSDV* dan *Random Effect*.

Uji Asumsi Klasik

Uji Asumsi klasik menurut Gujarati (2013) bertujuan untuk memastikan bahwa hasil penelitian adalah valid dengan data yang digunakan secara teori adalah tidak bias, konsisten dan penaksiran koefisien regresinya efisien.

Uji Normalitas

Jika nilai probabilitas $< \alpha$ dan nilai JB $>$ nilai Tabel *Chi Square*, maka H_0 yang menyatakan bahwa residual terdistribusi normal ditolak. Jika nilai probabilitas $> \alpha$ dan nilai JB $<$ nilai Tabel *Chi Square*, maka dapat disimpulkan bahwa asumsi residual terdistribusi normal terpenuhi (Ghozali, 2013)

Uji Heteroskedastisitas

Salah satu cara untuk mengetahui ada atau tidaknya heteroskedastisitas pada data adalah dengan menggunakan Uji *Glejser*. Uji *Glejser* mengusulkan untuk meregresi nilai absolut residual terhadap variabel independen. Jika variabel independen signifikan secara statistik mempengaruhi variabel dependen, maka ada indikasi terjadi Heteroskedastisitas (Ghozali, 2013)

Uji Autokorelasi

Autokorelasi muncul karena residual yang tidak bebas antar satu observasi ke observasi lainnya. Hal ini disebabkan karena eror pada individu cenderung mempengaruhi individu yang sama pada periode berikutnya. Masalah autokorelasi sering terjadi pada data *time series* (runtut waktu). Deteksi autokorelasi pada data panel dapat diuji melalui Durbin-Watson. Nilai uji Durbin-Watson dibandingkan dengan nilai Tabel Durbin-Watson untuk mengetahui keberadaan korelasi positif atau negatif (Ghozali, 2013)

Analisis Regresi Data Panel Dengan Pendekatan Fixed Effect

Menurut Gujarati dan Porter (2013), model LSDV memperkenalkan heterogenitas (individualitas atau keunikan) antar subyek (perusahaan) dengan memberi setiap entitas (tahun) nilai intersep tersendiri. Istilah *fixed effect* adalah karena meskipun intersep berbeda-beda untuk tiap-tiap subyek (perusahaan), tetapi tiap tahun tidak berubah sering waktu, itulah yang dimaksud sebagai *time-invariant*. *Fixed Effect Model* (FEM) dengan intersep berbeda-beda untuk tiap perusahaan, dengan menggunakan teknik variabel *dummy*, secara khusus untuk teknik turunan *dummy* intersep adapun persamaan yang dibentuk dari LSDV adalah sebagai berikut:

$$\Delta D_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 DEF_{it} + \varepsilon_{it}$$

Keterangan dari persamaan tersebut adalah:

α_{it} = Konstanta

β_i = Koefisien regresi dari Defisit pendanaan

ΔD_{it} = Penerbitan utang baru

ε = error

i = subyek (emiten)

t = waktu (tahun ke-)

UJI Goodness of Fit

Ketepatan fungsi regresi sampel dalam menentukan nilai aktual dapat diukur menggunakan *goodness of fit*-nya. Secara statistik, analisis ini dapat diukur dari nilai statistik F, koefisien determinasi dan R^2 (Ghozali, 2013).

Uji F-statistik

Penggunaan tingkat signifikasinya beragam, tergantung keputusan peneliti, yaitu 0.01 (1%); 0.05 (5%) dan 0.10 (10%). Dalam uji F-statistik ada dua langkah. Langkah pertama jika probabilitas nilai F-statistik > 0.05 maka H_0 diterima atau menolak H_1 , sebaliknya jika probabilitas nilai F-statistik < 0.05 , maka H_0 ditolak atau menerima H_1 .

Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Menurut Gujarati dan Porter (2013) besarnya R^2 dikenal sebagai koefisien determinasi (sampel) yang merupakan ukuran paling umum digunakan untuk mengukur *goodness of fit* dari sebuah garis regresi. Nilai tersebut melihat seberapa besar proporsi atau presentasi pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Tingkat ketepatan regresi ditentukan oleh besarnya nilai R^2 antara 0 sampai dengan 1 ($0 \leq R^2 \leq 1$). Semakin nilai R^2 mendekati angka 1, berarti variabel independen dapat menjelaskan pengaruh terhadap variabel dependen dengan semakin baik.

Uji Hipotesis

Menurut Gujarati dan Porter (2013), uji signifikansi merupakan sebuah prosedur yang digunakan untuk menguji kebenaran atau kesalahan dari hasil Hipotesis nol dari sampel. Ide dasar pengujian signifikansi dilatarbelakangi oleh uji statistik (estimator) dari distribusi sampel dari suatu statistik dibawah Hipotesis nol. Dalam penelitian ini uji Hipotesis terhadap koefisien regresi menggunakan uji-t statistik. Uji t-statistik dilakukan untuk mengetahui pengaruh signifikansi variabel independen terhadap variabel dependen. Hipotesis dalam pengujian t-statistik adalah:

H_0 : secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen

H_a : secara parsial berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen

Jika probabilitas nilai t hitung > 0.05 maka H_0 diterima atau menolak H_a , sebaliknya jika probabilitas nilai t hitung < 0.05 maka H_0 ditolak atau

menerima H_a . Tingkat signifikansi yang digunakan dalam pengujian ini sebesar 5%. Pengujian t-statistik juga dapat dilakukan dengan membandingkan nilai statistik t dengan titik kritis menurut tabel.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Jumlah Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI selama tahun 2011-2015 berjumlah 154 perusahaan. Sampel yang digunakan sejumlah 35 perusahaan. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah laporan keuangan yang terdiri dari neraca dan laporan arus kas perusahaan.

Analisis deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran atau deskripsi atas data yang dikumpulkan dalam penelitian. Dalam hal ini dikemukakan cara penyajian data dengan Tabel biasa melalui penjelasan kelompok seperti *mean*, *modus*, dan standar deviasi (Ferdinand, 2014). Variabel dalam penelitian ini adalah defisit pendanaan (X) dan penerbitan utang baru (Y) pada perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015. Hasil analisis statistik deskriptif diperoleh sebagai berikut:

Tabel 1. Stasitik Deskriptif

Ukuran	DEF	ΔD
Mean	.003527	.018261
Median	.005182	.006683
Maks	.582014	.261753
Minimum	-.335060	-.655478
Std. dev	.140554	.070073

Berdasarkan Tabel 1 Variabel defisit pendanaan yang diprosikan pembayaran dividen, arus kas investasi, perubahan modal kerja dan arus kas operasi mempunyai nilai maksimum sebesar 0.582014 (58%) yaitu pada PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk. (HMSP), nilai minimum sebesar 0.335060 (33.5%) yaitu pada PT Holcim Indonesia Tbk (SMCB), dengan rata-rata sebesar 0.018261 (1.8%) dan standar deviasi sebesar 0.14054 (14%). Nilai *mean* yang lebih kecil dari standar deviasi, hal ini disebabkan adanya penyimpangan yang tidak merata karena penyebaran data yang berfluktuatif.

Variabel dependen ΔD (Penerbitan Utang Baru) yang diprosikan dengan perubahan utang jangka panjang dapat diketahui bahwa nilai maksimum sebesar 0.261753 (26%) yaitu pada PT Kimia Farma Tbk. (ARNA), nilai minimum sebesar 0.645478 (64%) yaitu pada PT Kimia Farma Tbk (ARNA), nilai rata-rata sebesar 0.018261 (1.8%), nilai standar deviasi sebesar 0.070073 (7%). Nilai

mean yang lebih kecil dari standar deviasi, hal ini disebabkan adanya penyimpangan yang tidak merata karena penyebaran data yang berfluktuatif.

Pemilihan Model Estimasi Data Panel *Common Effect vs Fixed Effect (Uji Chow)*

Tabel 1. Output uji Chow

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	1.643921	(34.139)	.0241
Cross-section Chi-square	59.146229	34	.0048

Diketahui dari Tabel 1. Probabilitas *cross section chi-square* $< \alpha$ (0.05) sehingga ditarik kesimpulan H_0 ditolak dan menerima H_a , yakni dengan tingkat kepercayaan 95% pendekatan model estimasi yang digunakan dalam penelitian menggunakan *Fixed Effect*. Kemudian, uji selanjutnya diperlukan untuk memilih apakah menggunakan pendekatan model estimasi *fixed effect* atau *random effect*

Fixed Effect vs Random Effect (Uji Hausman)

Tabel 2. Output Uji Hausman

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	6.355533	1	.0117

Diketahui probabilitas *cross section random* $< \alpha$ (0.05) sehingga ditarik kesimpulan H_0 ditolak dan menerima H_a , yakni dengan tingkat kepercayaan 95% pendekatan model estimasi yang digunakan dalam penelitian menggunakan *Fixed Effect*.

Uji Asumsi Klasik

Menurut Gujarati (2013) uji asumsi klasik bertujuan untuk memastikan bahwa hasil penelitian adalah valid dengan data yang digunakan secara teori adalah tidak bias, konsisten dan penaksiran koefisien regresinya efisien. Varian minimum atau konsisten berarti kemungkinan nilai estimasi akan berbeda jauh dengan nilai parameter populasi akan mendekati nol seiring dengan penambahan jumlah sampel. Tidak bias jika dirata-ratakan sehingga nilai estimasi akan sama dengan yang sebenarnya. Jika terdapat masalah seperti heteroskedastisitas, dan autokorelasi maka model regresi tersebut tidak bersifat *BLUE (Best Linier Unbiased Estimate)*.

Uji Normalitas

Menurut Gujarati dan Porter (2013), uji normalitas mempunyai tujuan untuk menguji apakah dalam model regresi variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal atau tidak. Pengujian normalitas dilakukan dengan uji *Jarque Bera* (JB). Uji JB mengikuti distribusi *chi square* dengan derajat kebebasan 1 (Ghozali & Ratmono, 2013). Hipotesis nol (H_0) adalah terdistribusi normal, sedangkan yang menjadi Hipotesis alternatif (H_a) adalah residual tidak terdistribusi normal. Dengan asumsi α (0.05), maka apabila JB statistik $< chi square$ Tabel maka terima H_0 . Uji JB dapat dilakukan dengan mudah dalam program *Eviews* yang langsung menghitung nilai JB statistik. Hasil uji *Jarque Bera* dapat dilihat pada Tabel berikut:

Tabel 3. Uji Normalitas

	Nilai
JB Statistik	3.47228
<i>Chi Square</i> Tabel (df=1)	3.84146
Probabilitas	.17620

Tabel 3 menunjukkan bahwa nilai *Jarque Bera* sebesar 3.4722845 dan nilai probabilitas sebesar 3.84146. Nilai Tabel *Chi Square* dengan 1 df dan α 0.05 diperoleh nilai sebesar 3.84146. Nilai JB $<$ nilai Tabel *Chi Square* dan nilai $p > 0.05$ maka H_0 yang menyatakan bahwa residual terdistribusi normal diterima. Dengan demikian, uji asumsi klasik normalitas yang menyatakan bahwa residual harus terdistribusi normal telah terpenuhi.

Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas timbul apabila nilai residual dari model tidak memiliki varians yang konstan. Artinya, setiap observasi mempunyai reliabilitas yang berbeda-beda akibat perubahan kondisi yang melatarbelakangi tidak terangkum dalam model. Gejala ini sering terjadi pada data *cross section*, sehingga dapat dimungkinkan terjadi heteroskedastisitas pada panel data (Gujarati & Porter, 2013). Salah satu cara untuk mengetahui ada atau tidaknya heteroskedastisitas pada data adalah dengan menggunakan Uji *Glejser*. Uji *glejser* mengusulkan untuk meregres nilai absolut residual terhadap variabel bebas. H_0 adalah tidak ada masalah heteroskedastisitas, sedangkan yang menjadi Hipotesis alternatif (H_a) adalah ada masalah heteroskedastisitas. Dengan asumsi $\alpha = 0.05$, maka apabila prob < 0.05 maka Tolak H_0 .

Tabel 4. Uji Glejser

	Probabilitas
DEF	.7304
A	.05

Dilihat dari Tabel 4 menunjukkan nilai probabilitas α (0.05) > variabel DEF, yakni bahwa dengan tingkat kepercayaan 5% data yang digunakan tidak ada masalah heteroskedastisitas.

Uji Autokorelasi

Deteksi autokorelasi pada data panel dapat diuji melalui Durbin-Watson. Nilai uji Durbin-Watson dibandingkan dengan nilai Tabel Durbin-Watson untuk mengetahui keberadaan korelasi positif atau negatif (Ghozali, 2013). Output regresi autokorelasi terdapat pada lembaran Berikut merupakan output regresi *fixed effect*:

Tabel 5. Uji Autokorelasi

	Nilai
R ²	.471764
Coef DEF	.017448
Prob DEF	.000000
SE DEF	.026294
DW Stat	2.356618

Diketahui nilai DW-stat 2.356618, nilai ini sudah ditentukan berada diantara dU dan 4-dU ($dU < D < 4 - dU$). Dimana nilai dU sebesar 1.5191 yang diperoleh dari Tabel *Durbin Watson* dengan $n=35$ dan $k=1$. Jadi data tersebut tidak terdapat masalah autokorelasi.

Model Regresi Data Panel dengan Pendekatan Fixed Effect

Setelah melakukan pengujian model yang didapat yaitu model *fixed effect* sehingga persamaan yang terbentuk sebagai regresi data panel adalah sebagai berikut:

Tabel 6. Output Regresi *Fixed Effect Model*

Variabel	Koefisien Variabel ΔD
intercept	.01745
DEF	.23065

Maka model penelitian untuk mengetahui pengaruh defisit pendanaan terhadap penerbitan utang baru periode 2011-2015 adalah:

$$\Delta D = 0.01745 + 0.23065DEF$$

Pada *fixed effect* nilai intersep untuk 35 perusahaan manufaktur secara statistik berbeda yaitu untuk INTP sebesar 0.00447 dihitung dari $0.01745 + (-0.01298)$, untuk SMGR 0.05545, ARNA -0.03275, TOTO 0.03575, LION 0.00145, LMSH -0.01375, EKAD -0.00415, ASII 0.01715, AUTO -0.0035, SMSM 0.01305, BATA -0.00285, SCCO -0.00575, ICBP 0.045, INDF 0.04645, MLBI 0.03545, MYOR 0.02525, GGRM -0.01355, HMSP -0.02685, DVLA 0.0475, KLBF 0.0073, MERK 0.01175, TSPC 0.0045, UNVR 0.01415, DLTA -0.00805, SMCB 0.05315, AMFG 0.02235, TSRT 0.02315, CPIN 0.06065, GJTL 0.06345, INDS -0.00405, PSDN 0.02305, ROTI 0.15375, SKLT 0.01785, KAEF 0.0095, TCID 0.01205

Uji Goodness of Fit Uji F-statistik

Uji statistik F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel independen dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel dependen. Signifikan berarti hubungan yang terjadi dapat berlaku untuk populasi (Gujarati dan Porter, 2013). Berikut ringkasan output *fixed effect model* untuk uji F:

Tabel 7. Uji F

	Nilai
Prob (F-statistik)	.000000
Σ	.05
Keputusan	Tolak H_0

Diketahui probabilitas F-statistik untuk model regresi dengan variabel dependen penerbitan utang baru (ΔD) adalah 0.00000. nilai probabilitas F statistik ini lebih kecil dari $\alpha = 0.05$. Hal ini mengindikasikan bahwa koefisien regresi (tidak termasuk *intercept*) yang didapat berbeda atau tidak sama dengan nol. Sehingga dengan tingkat kepercayaan 95% ($\alpha = 0.05$), maka Hipotesis nol ditolak. Yang artinya variabel independen secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap penerbitan utang baru (ΔD). Sehingga dapat dikatakan bahwa model yang dimiliki sudah baik.

Uji koefisien Determinasi (R^2)

Menurut Gujarati dan Porter (2013) besarnya R^2 dikenal sebagai koefisien determinasi (sampel) yang merupakan ukuran paling umum digunakan untuk mengukur *goodness of fit* dari sebuah garis regresi. Nilai tersebut melihat seberapa besar proporsi atau presentasi pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Berikut ringkasan output regresi *fixed effect* yang digunakan untuk analisis R^2 .

Tabel 8. Uji Koefisien Determinasi

	Nilai
R^2	.471764

Tabel di atas menunjukkan nilai koefisien determinasi (R^2) sebesar 0.4718. Ini mengindikasikan bahwa hanya tingkat variasi dari variabel dependen penerbitan utang mampu dijelaskan oleh defisit pendanaan sebesar 47.18%. Selebihnya yaitu 52.88 % dijelaskan oleh variabel lain di dalam model.

Pengujian Hipotesis

Pengujian Hipotesis perlu dilakukan untuk memeriksa atau menguji apakah koefisien regresi yang didapat signifikan, yakni nilai koefisien regresi secara statistik tidak sama dengan nol. Jika koefisien (*slope*) regresi sama dengan nol, berarti dapat dikatakan bahwa tidak cukup bukti untuk menyatakan variabel bebas mempunyai pengaruh terhadap variabel terikat (Gujarati, 2012).

Untuk melakukan pengujian Hipotesis pada penelitian ini, dapat dilakukan uji *t-statistic*. Model regresi penelitian berupaya mengetahui pengaruh defisit pendanaan terhadap penerbitan utang baru. Keseluruhan tingkat signifikansi yang digunakan dalam penelitian ini adalah $\alpha = 0.05$ (5%) atau tingkat kepercayaan 95%. Ini berarti apabila nilai probabilitas *t-statistic* < 0.05 maka suatu variabel independen dikatakan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependennya. Berikut ringkasan output regresi *fixed effect* yang digunakan untuk uji t:

Tabel 9. Uji t terhadap Penerbitan Utang

Variabel	Koefisien	t-statistic	Prob
Intercept (konstanta)	.017448	4.049731	.00001
DEF	.230653	8.772153	.00000

Berdasarkan Tabel uji t Diketahui bahwa koefisien (*slope*) variabel defisit pendanaan (DEF) adalah 0.230653 (tidak sama dengan nol) yang me-

nunjukkan bahwa defisit pendanaan berpengaruh terhadap penerbitan utang baru dengan kata lain perusahaan manufaktur di Indonesia menggunakan utang jangka panjang untuk kebutuhan defisit pendanaannya. Dengan demikian Hipotesis alternatif 1 diterima (terima H_a).

Tabel 10. Hubungan Defisit Pendanaan terhadap Penerbitan Utang

Hipotesis	Pernyataan	Koef	Kep
Hipotesis alternatif (H_a)	Penerbitan utang baru jangka panjang dipengaruhi oleh defisit pendanaan dengan hubungan positif	.243 (.000)	Diterima Sig 5%

HASIL DAN PEMBAHASAN

Adapun variabel independen pada penelitian ini adalah defisit pendanaan (DEF). Berdasarkan Tabel 10 diketahui nilai koefisien regresi DEF adalah 0.243, ini berarti ada hubungan yang positif yang terjadi antara defisit pendanaan terhadap penerbitan utang. Sedangkan nilai probabilitas DEF adalah $0.0000 < \alpha 0.05$. Maka diambil keputusan untuk menerima Hipotesis alternatif (H_a). Sehingga dapat diambil kesimpulan bahwa dengan tingkat kepercayaan 95% secara parsial defisit pendanaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap penerbitan utang baru. Namun hasil penelitian dalam pengujian model dari *pecking order* hanya 47.7% yang menunjukkan bahwa perusahaan membuat keputusan pendanaan berdasarkan utang dan ekuitas. Model POT tidak mengukur seberapa besar penyesuaian tingkat utang yang dikeluarkan perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Yulianto dkk. (2015) dan Noor (2015) yang menyatakan perusahaan Manufaktur dan emiten Pertanian pada tahun 2009 dan 2010-2013 cenderung menggunakan utang dalam mendanai defisit pendanaannya.

Pengujian model *pecking order theory* yang dikemukakan Shyam-Sunder dan Myers (1999) yang dimodifikasi oleh Frank dan Goyal (2003) mengasumsikan apabila modal sendiri dari perusahaan terbatas yang dikeluarkan untuk mendanai investasi dan pembayaran dividen perusahaan

akan membutuhkan pendanaan eksternal, dan sesuai dengan hirarki konsep pendanaan *pecking order* berdasarkan Shyam-Sunder dan Myers (1999) perusahaan akan menerbitkan utang terlebih dahulu dibandingkan dengan penerbitan sekuritas. Karena kebutuhan pendanaan eksternal berbanding lurus dengan peningkatan *leverage* (Darminto & Manurang, 2008).

Salah satu keputusan yang dihadapi manajer keuangan yaitu berhubungan dengan keputusan pendanaan atau kebijakan struktur modal. Pemilihan sumber Dana perusahaan akan menentukan pemenuhan dana untuk kebutuhan investasi dan kegiatan operasional perusahaan. Perusahaan Manufaktur di Indonesia pada tahun 2011-2015 menerapkan preferensi pendanaan berdasarkan *Pecking Order Theory*. Dimana perusahaan Manufaktur dalam mengatasi permasalahan pendanaan nya membutuhkan pendanaan eksternal melalui penerbitan utang dibandingkan dengan penerbitan sekuritas. Penelitian ini didukung kuat akan adanya asumsi informasi *pecking order theory* yang menyatakan perusahaan enggan menerbitkan utang karena dianggap sebagai *bad signal* bagi pihak *outsider* (investor), meskipun investor tidak mampu menilai sebenarnya akan penerbitan sekuritas saham baru. Namun, investor enggan membeli saham biasa yang baru diterbitkan, karena investor khawatir bahwa saham baru dihargai terlalu tinggi (*overvalued*) dan manajemen memandang penerbitan saham biasa sebagai sumber pendanaan yang relatif mahal (Brealey, Myers, dan Marcus, 2008).

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil analisis yang telah dibahas pada sebelumnya, dapat diberikan kesimpulan sebagai berikut: Berdasarkan pengujian yang dilakukan diketahui bahwa pengaruh defisit pendanaan terhadap penerbitan utang baru perusahaan Manufaktur di Indonesia periode 2011-2015 mempunyai hubungan yang positif dan signifikan. Serta Berdasarkan pengujian yang dilakukan diketahui bahwa kebijakan struktur modal perusahaan di Indonesia mengikuti *pecking order theory*. Hal ini berdasarkan asimetri informasi dari *pecking order theory* yang menyatakan perusahaan akan menerbitkan utang dalam mengatasi permasalahan pendanaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Artanti, E. 2014. Pengujian Teori *Pecking Order* pada Struktur Modal Perusahaan Non-Kuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2007-2012. *Skripsi tidak dipublikasi*. Depok: FISIP UI.
- Atiyet, B. A. 2012. The Pecking Order Theory and the Static Trade-Off Theory: Comparison of the Alternative Explanatory Power in French Firms. *Journal of Business Studies Quarterly*. 4 (1): 1-14.
- Brealey, M & Marcus. 2008. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Perusahaan*. Jilid 2. Jakarta: Erlangga.
- Brigham, E. F & Daves, P. R. 2002. *Intermediate Financial Management Seventh Edition*. South-Western. Thomson Learning.
- Brigham, E & Houston. 2013. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi 11 Buku 2. Penerjemah: Adi Akbar. Jakarta: Salemba Empat.
- Chirinko, R. S & Singha A. R. 2000. Testing Static Trade-off against Pecking Order Models of Capital Structure, a Critical Comment. *Journal of Financial Economics*. 58: 417-425.
- Christianti, A. 2008. Pengujian Pecking Order Theory (POT): Pengaruh Leverage terhadap Pendanaan Surplus dan Defisit pada Industri Manufaktur di BEI. *The 2nd Conference UKWMS*. Surabaya.
- Darminto, M. A. H. 2008. Pengujian Teori Trade-off dan Pecking Order. *Jurnal Manajemen Bisnis*. 1 (1): 35-52.
- Donalson, G. 1961. *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Policy and the Determinant of Corporate Debt Capacity*. Boston, Division of Research, Harvard Graduate School of Business Administration.
- Ferdinand, A. 2014. *Metode Penelitian Manajemen Buku Edisi 5*. Semarang: Badan Penerbit UNDIP (UNDIP Press).
- Frank M. Z & Goyal V. K. 2003. Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*. 67: 217-248.
- Ghozali, I. 2013. *Analisis Multivariat dan Ekonometrika: Teori, Konsep, dan Aplikasi dengan EvIEWS 8*. Semarang: Badan Penerbit UNDIP (UNDIP Press).
- Gujarati, N. D & Porter, D. C. 2013. *Dasar-dasar Ekonometrika*. Buku 1 dan Buku 2 Edisi 5. Penerjemah: Raden Carlus Mangunsong. Jakarta: Salemba Empat.
- Haryanto, S. 2014. Identifikasi Ekspektasi Investor melalui Kebijakan Struktur Modal, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan dan CGPI. *Jurnal Dinamika Manajemen*. 5 (2): 183-100.
- Hutagol, R. U. 2002. Pengujian Teori Pecking Order dan Teori Static Trade-Off Terhadap Struktur Modal Emiten di Bursa Efek Jakarta. *Tesis tidak dipublikasikan*. Depok: Fakultas Ekonomi-Bidang Ilmu Ekonomi UI.
- Indriani & Widayarti, E. T. 2013. Penentu-Penentu Struktur Modal Perusahaan yang Sahamnya Masuk JII. *Jurnal Dinamika Manajemen*. 4 (1): 59-69.
- Kuncoro, M. 2007. *Metode Kuantitatif*. Edisi Ketiga. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Myers, S. C & Majluf, N. S. 1984. Corporate Financing

- and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*. 13: 187-221.
- Noor, T., Bonar, S & Maulana, T. B. N. A. 2015. Testing on Pecking Order Theory and Analysis of Company's Characteristic Effects on Emission's Capital Structure. *Indonesian Journal of Business and Entrepreneurship*. 1 (2): 81-89.
- Nugroho, N. C. 2014. Analisis Pengaruh Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan, Ukuran Perusahaan, dan Umur Perusahaan terhadap Struktur Modal pada Mikro Kecil dan Menengah Kerajinan Kuningan di Kabupaten Pati. *Management Analysis Journal*. 3 (2): 6-10.
- Riyanto, B. 1995. *Dasar-dasar Pembelian Perusahaan*. Edisi Empat. Fakultas Ekonomi UGM. BPFE: Yogyakarta.
- Sanusi, A. 2014. *Metodologi Penelitian Bisnis*. Jakarta: Salemba Empat.
- Shyam-Sunder & Myers S. C. 1999. Testing Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure. *Journal of financial Economics*. 51: 219-244.
- Wahyuni, S. 2012. Efek Struktur Modal terhadap Profitabilitas Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Management Analysis Journal*. (2): 29-33.
- Weston, J. F & Thomas, E. C. 1996. *Manajemen Keuangan*. Jilid Dua. Jakarta: Erlangga.
- Yulianto, A., Suseno, D. A & Widiyanto. 2015. Testing Pecking Order Theory and Trade-off Models in Public Companies in Indonesia. *Handbook on Business Strategy and Social Sciences*. 3.
- Yulianto, A. 2013. *Struktur Modal Teori dan Pembahasan*. Semarang: CV Madina.